

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO

INSTITUTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**OS FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS
CREDITÓRIOS COMO UMA ALTERNATIVA DE
FINANCIAMENTO E INVESTIMENTO**

RAPHAEL LUNA CARVALHO

Matrícula nº 106037072

ORIENTADOR: Prof. Ary Vieira Barradas

MARÇO 2015

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO

INSTITUTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**OS FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS
CREDITÓRIOS COMO UMA ALTERNATIVA DE
FINANCIAMENTO E INVESTIMENTO**

RAPHAEL LUNA CARVALHO

Matrícula nº 106037072

ORIENTADOR: Prof. Ary Vieira Barradas

MARÇO 2015

As opiniões expressas neste trabalho são da exclusiva responsabilidade do autor

DEDICATÓRIA

Aos meus pais, que dedicaram parte de suas vidas à minha educação, que sempre me aconselharam e me deram apoio nos momentos mais difíceis dessa longa caminhada.

A eles, minha eterna gratidão!

AGRADECIMENTOS

Aos mestres da Universidade Federal do Rio de Janeiro, que me proporcionaram uma educação de alto nível pautada no respeito e dedicação, abrindo os horizontes de meus pensamentos e visões do mundo em todos os aspectos.

Ao meu orientador Professor Ary Vieira Barradas por acreditar neste pequeno projeto, me incentivar e orientar com todo seu conhecimento para que este se fizesse possível.

À minha família e minha companheira, Gabriela Teixeira, por participarem ativamente na idealização deste trabalho, pelo suporte a mim proporcionado e principalmente a paciência despendida.

Não me restam dúvidas que, sem essas contribuições, nada disso seria possível. Obrigado a todos!

RESUMO

O estudo tem por objetivo apresentar a securitização de recebíveis e através dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC apresentar como este pode ser considerado uma alternativa viável para o financiamento das empresas na captação de recursos. Concomitantemente a diversas outras opções de captação de recursos no mercado possibilita as empresas buscarem o financiamento de seus investimentos produtivos, que é fundamental para o crescimento da economia em sentido amplo, os FIDCs se inserem nesse mercado como um mecanismo viável. No intuito de embasar tal estudo, serão apresentadas contribuições teóricas para o entendimento dos problemas intrínsecos as operações de financiamento, fragilidade financeira das empresas e as assimetrias de informação no mercado de crédito. Um breve histórico do mercado de FIDCs será apresentado juntamente com sua evolução no início do século XXI, demonstrando sua inserção como mecanismo de financiamento nos mercados de créditos e de capitais.

SIGLAS e ABREVIATURAS

Administrador – Instituição responsável pela administração dos fundos

Agência de Rating – Agência classificadora de risco contratada para prestar serviços de classificação de risco dos fundos ou dos ativos integrantes de sua carteira.

ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais

BM&FBovespa – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo

CETIP – Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos

CMN – Conselho Monetário Nacional

Custodiante – Pessoa jurídica credenciada pela CVM para o exercício da atividade de prestador de serviço de custódia fungível

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

Empresa de Auditoria – Empresa contratada para prestar serviços de auditoria ao fundo, devidamente registrada na CVM

FIDC – Fundo de Investimento em Direitos Creditórios

FEBRABAN – Federação Brasileira de Bancos

Investidor Qualificado – Aquele definido como tal pela regulamentação vigente ou expressamente equiparado a tanto pela CVM

PIS – Programa de Integração Social

TABELAS e FIGURAS

Tabela 1 – Histórico de Ofertas na CVM

Tabela 2 – Evolução de Ofertas Registradas

Figura 1 – Interação de Participantes

ÍNDICE

INTRODUÇÃO.....	10
CAPÍTULO 1. O PROBLEMA DA FRAGILIDADE FINANCEIRA E O <i>FUNDING</i> ..	14
CAPÍTULO 2. A SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS	19
2.1. A Securitização e os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios	19
CAPÍTULO 3. O FIDC COMO ALTERNATIVA DE FINANCIAMENTO	23
3.1. A Estrutura das Operações de Securitização	23
3.2. Evolução no mercado doméstico	26
CAPÍTULO 4. FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS	27
4.1. A constituição de um FIDC.....	27
4.2. As Cotas de um FIDC	28
4.3. Principais participantes	28
4.3.1. O Administrador	28
4.3.2. O Gestor	29
4.3.3. O Custodiante	29
4.3.4. A Agência de <i>Rating</i>	29
4.3.5. O Cotista	29
4.4. Os Riscos de um FIDC	30
4.5. A Estrutura de um FIDC	31
CONSIDERAÇÕES FINAIS	33
REFERÊNCIAS BIBLIOGRAFICAS	35
ANEXOS	37

INTRODUÇÃO

A estruturação do sistema financeiro brasileiro iniciou-se com a lei 4728 de 1965 que institui o Conselho Monetário Nacional como disciplinador e o Banco Central como fiscalizador dos mercados financeiros. Entretanto na década de 1980, com o advento da nova Constituição Federal de 1988 e, mais especificamente, com o Acordo de Capital proposto pelo Comitê da Basileia para Supervisão Bancária¹ novas medidas foram tomadas em busca do reordenamento deste mercado. As medidas propostas pelo acordo só seriam implantadas, de fato, na década seguinte e tinham como objetivo, segundo a FEBRABAN,

“... fortalecer a solidez e a estabilidade do sistema bancário, evitar o chamado ‘efeito dominó’, por meio da recomendação para os bancos constituírem um capital mínimo, de forma a minimizar os riscos de insolvência das instituições bancárias, e que fosse suficiente para fazer frente a boa parte das ocorrências com materialização de perdas...” FEBRABAN (s.d., p.1)

O sistema financeiro nacional, a reboque da globalização, tornava-se relevante como financiador do consumo e do investimento a partir da reforma e estabilização monetária ocorrida na década de 90, quando há o fortalecimento e amadurecimento das instituições financeiras e uma maior liberdade para as mesmas na busca por inovações, com o reordenamento da economia brasileira. Diante dessas mudanças no campo macroeconômico, os fundos de investimento posicionavam-se no mercado financeiro como mais uma fonte de financiamento e investimento.

No contexto de flexibilização da política monetária ocorrida, os fundos de investimento ganham maior importância. Constituem uma forma de reunião de investidores individuais (pessoas físicas ou jurídicas) que almejam a rentabilização de seus montantes de capital quando da aquisição de títulos e/ou valores mobiliários. Os fundos de investimento possibilitam a diversificação do capital investido, diluindo o risco visando elevar o potencial de retorno.

¹ O Comitê de Basileia de Supervisão Bancária é um comitê de autoridades de Supervisão Bancária que foi estabelecido pelos presidentes dos bancos centrais do Grupo dos Dez – G10 – em 1975. Esse comitê consiste em representantes seniores das autoridades de supervisão bancária e dos bancos centrais da Bélgica, Canadá, França, Alemanha, Itália, Japão, Luxemburgo, Holanda, Espanha, Suécia, Suíça, Reino Unido e Estados Unidos. Geralmente se reúne no Bank for International Settlements na Basileia, onde está localizada sua Secretaria permanente. (FEBREBAN, s.d, p.1)

O Art. 2º da Instrução CVM Nº 409 dispõe que os Fundos de Investimento são caracterizados pela “comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em títulos e valores mobiliários, bem como em quaisquer outros ativos disponíveis no mercado financeiro e de capitais”. (CVM², 2004)

Os Fundos de Investimentos compõem uma categoria ampla que, de acordo com a classificação instrução CVM nº 555 de 17 de dezembro de 2014, dividem-se em quatro principais. São elas: fundos de renda fixa, de ações, cambiais e multimercado.

O tema proposto tem como objetivo demonstrar a importância dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) na economia contemporânea brasileira como fonte de captação de recursos e alternativa para o financiamento, buscando identificar sua origem no interior das teorias macroeconômicas disponíveis no que concerne ao surgimento da poupança, investimento e do financiamento do capital produtivo.

Especificamente buscar apresentar o surgimento do segmento de FIDCs no mercado de capitais, demonstrando sua aplicabilidade como um método alternativo de financiamento de investimentos pelas empresas em sua amplitude. A apresentação de sua estrutura também será abordada, bem como sua participação comparativamente aos outros segmentos de fundos de investimento, identificando semelhanças e distinções deste produto, analisando sua base jurídica e a contribuição dos órgãos responsáveis por seu acompanhamento e regulação.

Com o intuito de embasar este estudo serão utilizadas teorias determinantes para a análise deste mecanismo de financiamento de empresas. Para tanto, serão abordadas os modelos keynesiano e pós-keynesiano como forma de ilustrar e contribuir para o enriquecimento deste estudo. Procurar-se-á identificar no interior desses modelos traços que norteiam o método utilizado de financiamento e traçar um paralelo concomitantemente a apresentação e justificação de sua utilidade.

Findado todo escopo teórico, busca-se determinar como o avanço do mercado de capitais na economia nacional torna a compreensão do mecanismo de investimento fundamental. Os FIDCs se inserem como alternativa de aplicação financeira com maior segurança de retorno e economias de escopo. A movimentação de grandes volumes de capitais que possibilita a replicação diversificada para rentabilização do montante aportado pelo investidor, um dos motivos da redução dos riscos dada à diversificação.

² A Comissão “tem poderes para disciplinar, normatizar e fiscalizar a atuação dos diversos integrantes do mercado.” (<http://www.cvm.gov.br/>, website da CVM, atribuições)

A justificativa para escolha desta análise encontra-se, portanto, no momento econômico vivido pelo Brasil na passagem pela década de 90 do século XX, com o fim da “hiperinflação” e posterior estabilização financeira com o advento do Plano Real. Os fundos de investimento surgem, portanto, após a estabilização, cresce e consolida-se nesse novo cenário do mercado financeiro. A sofisticação desses novos instrumentos de mercado possibilita seu fortalecimento movimentando um patrimônio considerável. Além disso, uma de suas fontes de rentabilização com a aplicação em títulos do governo é mais um meio de financiamento da dívida pública, elevando seu grau de importância para a economia doméstica.

O segmento de Fundos de Investimento em Diretos Creditórios, como objeto de análise, se dá por este poder apresentar elevada rentabilidade frente aos outros tipos de investimento com semelhante grau de risco. Pela ótica das firmas detentoras de créditos (recebíveis), ao vendê-los aos Fundos, elevam seu capital de giro a custos menores que os empréstimos bancários, alavancando suas possibilidades de investimento no curto e longo prazo.

A tipologia da pesquisa, o universo e a amostra selecionada, bem como as formas de coleta e tratamento dos dados serão apresentados. Também serão expostas as limitações apresentadas pelo método.

Com relação ao objetivo, a pesquisa é classificada como descritiva, procurando estabelecer relação entre as variáveis mencionadas no objetivo geral do estudo, os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios e o mercado financeiro nacional. Buscam descrever e determinar relações entre variáveis. Em especial, aproxima-se da pesquisa explicativa, pois identifica fatores que contribuem para a ocorrência dos fenômenos. (GIL, 2008, p.28)

A finalidade da pesquisa metodológica está associada à aplicação de um procedimento para o alcance de um determinado fim. Para a análise teórica, traçando paralelo com as teorias econômicas, foram utilizadas as noções de poupança e investimento, bem como suas relações discutidas historicamente por economistas como J.M. Keynes, formulador da Teoria Geral (1936). A análise inicia-se pelo escopo do Modelo de Keynes quanto aos agregados macroeconômicos, seguindo pela contribuição do economista pós-keynesiano H.P. Minsk acerca das crises financeiras.

Em relação ao método de abordagem, o trabalho apresenta análises tanto qualitativas quanto quantitativas, visto que buscará a identificação de associações numéricas,

apresentando dados por meio de tabelas e relações matemáticas. Foram realizadas pesquisas bibliográficas com base em livros, artigos, normativos legais e relatórios que discorrem sobre o tema, de modo a fundamentar o trabalho teoricamente e metodologicamente.

Os dados necessários foram coletados em sua maioria através de consultas constantes aos websites de instituições como ANBIMA, Banco Central, CVM e FEBRABAN. Além disso, foram utilizadas informações sobre estruturação e administração dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios, mediante a consulta a materiais relacionados, junto à empresa Oliveira Trust Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários, especialista no segmento de fundos de investimento.

No primeiro capítulo será realizada a apresentação teórica. Contribuições de Keynes através de sua crítica a teoria clássica e o advento de sua Teoria Geral. Os pós-keynesinos com a introdução da problemática da fragilidade financeira onde será traçado um paralelo com a situação das empresas no mercado de crédito. Neste mesmo capítulo será utilizada complementarmente a noção de assimetrias no mercado no intuito de mostrar como o Fundo de Investimento em Direitos Creditórios se torna relevante na captação de recursos pelas empresas.

No segundo e terceiro capítulo será apresentado o FIDC como alternativa para o financiamento das empresas abordando a estruturação da securitização de recebíveis, base para sua constituição. O quarto capítulo tem como foco a estrutura do FIDC, bem como apresentar todos os seus participantes e os riscos intrínsecos a esse método de captação.

Por ultimo, depois de realizado o estudo, as conclusões serão apresentadas. Em seu escopo, mostrando a alternativa aqui proposta para os problemas enfrentados pelas empresas na busca por financiamento.

CAPITULO 1. O PROBLEMA DA FRAGILIDADE FINANCEIRA E O *FUNDING*

A Teoria Geral formulada por Keynes faz uma análise da poupança e do investimento relacionando-os com as formas de financiamento dos agentes econômicos. Na visão do autor, as decisões de investimento estão no âmbito do gasto autônomo. Parte do pressuposto de uma economia de base monetária em que, portanto, “o dinheiro cumpre todas as suas funções (meio de circulação, unidade de conta, meio de pagamento) —, em toda transação de compra e venda existe apenas uma decisão autônoma: a de gastar” (POSSAS, 1999, p.20). Logo a decisão de investir, por sua autonomia, precederia a geração de poupança.

No entendimento de Keynes a disponibilidade de recursos para o investimento, fontes de financiamento do sistema produtivo, estariam diretamente vinculados à propensão à liquidez das instituições financeiras – a saber, o sistema bancário – logo não haveria quaisquer ligações, inicialmente, com a poupança. Dessa forma, a restrição gerada ao investimento, em uma economia com sistema bancário desenvolvido, estaria ligada a tendência dos bancos a demandar liquidez, suprimindo os recursos para o financiamento. A poupança, por sua vez, seria determinada *ex post* através da elevação no nível de renda agregada gerado pelo investimento. Conforme POSSAS define,

“A poupança *não* financia o investimento, em nenhum sentido teoricamente inteligível. Primeiro, porque ela não precede, nem temporal nem logicamente, o investimento (inexiste logicamente uma poupança *ex ante*); ela é por definição um fluxo de rendimentos *simultâneo* ao investimento e *por ele determinado*. Segundo, porque quem financia o investimento é o *crédito*, este sim, um *estoque* — de poder de compra, criado *ex nihil* pelo sistema bancário — que *precede* lógica e temporalmente o investimento; aliás, costuma ser essencial para viabilizar os investimentos devido à magnitude normalmente elevada desses *vis-à-vis* às receitas líquidas correntes capitalizadas pelas empresas.” POSSAS (1999, p.26)

Outro ponto de crítica e afastamento de Keynes está na visão clássica de que a taxa de juros seria determinada pela relação entre a poupança e o investimento. Keynes argumenta que a taxa de juros seria determinada no âmbito do sistema monetário, pois de acordo com STUART,

“Com a teoria da preferência pela liquidez, Keynes dá ênfase ao caráter volátil da demanda por moeda gerada pela inter-relação entre mercado monetário e mercados

organizados de demais ativos financeiros. De acordo com Keynes, dadas as políticas das autoridades monetárias e do sistema bancário, que determina a oferta de moeda, a preferência pela liquidez é o principal determinante da taxa de juros”. STUART (1993, p. 108)

Portanto, a moeda seria demandada assim como outros ativos disponíveis. Dessa forma, em momentos de instabilidade econômica e incerteza, por possuir nível máximo de liquidez, a moeda seria preferida pelos agentes econômicos em detrimento dos demais ativos. Nesse contexto, a preferência pela liquidez das instituições bancárias poderia se tornar um entreposto ao financiamento de atividades produtivas devido à restrição de crédito.

Keynes aborda, nesse íterim, a necessidade das empresas de financiamento em duas etapas do sistema produtivo (investimento inicial e de longo prazo) através do crédito bancário. Versa sobre a existência do risco financeiro que as mesmas assumem quando da busca pelo financiamento de seu investimento produtivo. Nesse aspecto a fragilidade das empresas ganha notoriedade e Minsk apresenta sua contribuição com a Teoria da Fragilidade Financeira como um aprofundamento das ideias de Keynes.

Parte-se da hipótese da existência de um sistema bancário desenvolvido, onde os agentes (empresas e instituições bancário) atuam de acordo com suas expectativas quanto a um horizonte de incertezas. Tais expectativas irão nortear as decisões de investimento e financiamento dos mesmos, tanto como tomador quanto vendedor de crédito. Portanto, a existência de expectativas positivas dos tomadores em momentos economicamente promissores tende a influenciar positivamente as expectativas no âmbito do sistema bancário (vendedores) permitindo que haja uma elevação na oferta de crédito e, todavia, no endividamento das empresas (tomadoras).

As instituições financeiras como vendedoras de crédito assumem uma posição de risco quando do elevado endividamento e alavancagem do sistema, dado a expansão na oferta, elevando o risco de fragilidade financeira. Posturas que são intrínsecas da relação entre instituições financeiras e empreendedores na demanda por financiamento que, como proposto por Minsky, podem ser denominadas como *hedge*, especulativa ou Ponzi, de acordo com a expectativa de lucros e sua dívida. Resumidamente, a postura *hedge* estaria vinculada as expectativas de retorno dos ativos de capital produtivo superiores a dívida; a postura especulativa prevê períodos de déficit com a renda inferior aos compromissos, superiores apenas aos juros dos mesmos, havendo a necessidade de refinanciamento; quanto à postura Ponzi, apresenta semelhança com a especulativa apenas diferindo na dimensão do montante

em déficit e dos prazos. Vale ressaltar que as duas últimas são extremamente vulneráveis às flutuações nas taxas de juros.

No entanto a participação do sistema bancário de acordo com o enfoque de Keynes seria no financiamento no início do sistema produtivo dado uma posição de curto prazo (sua preferência pela liquidez). Keynes define esses recursos de *finance*. Em contraposição aos recursos de curto prazo estaria o *funding* que fomentaria o financiamento de longo prazo.

O *funding* seria gerado a partir do gasto autônomo e estaria naturalmente a disposição de agentes na busca financiamento. Do ponto de vista operacional, o *funding* advém da geração de mais renda a partir de decisões autônomas de gasto, pois segundo POSSAS,

“... gasto não é a renda (um fluxo) — cuja única relação necessária com o gasto é a de ser determinada por ele; mas o poder de compra (um estoque), que pode ser mais ou menos influenciado pela renda prévia (dependendo principalmente do nível de riqueza de cada agente considerado), mas certamente pode ser afetado por diversas outras variáveis, especialmente o crédito. Nesse sentido, e de um ponto de vista puramente lógico, todo gasto é autônomo em relação à renda prévia — inclusive o consumo.” POSSAS (1999, p.22)

A inexistência ou deficiência de mecanismos de transferência que possibilitem a geração de créditos para o financiamento no longo prazo (*fundings*) induzem o financiamento do processo produtivo³ a partir do *finance*. As empresas, ao financiarem suas atividades produtivas com recursos de curto prazo, podem incorrer no descasamento de fluxos de receitas e vencimento de despesas, devido ao longo prazo de maturação dos investimentos e a característica “curto-prazista” do crédito adquirido, gerando a necessidade de rolagem da dívida e, conseqüentemente, a elevação na inadimplência.

No âmbito das instituições financeiras (credoras), essa inadimplência passa a criar expectativas negativas, dado que possuem posição racional (aversão ao risco). Assumem uma posição de preferência pela liquidez tornando o crédito ofertado, em contraposição ao verificado inicialmente, mais oneroso devido aos acréscimos das taxas de juros de financiamento aplicadas no intuito de restringir a oferta àquelas empresas tendentes ao inadimplemento, ou seja, que possuem posição financeiramente fragilizada. Para CARVALHO,

³ O “processo produtivo básico é o conjunto mínimo de operações, no estabelecimento fabril, que caracteriza a efetiva industrialização de determinado produto”. Artigo 7º, §8º, b da Lei n.º 8.387, de 30 de dezembro de 1991.

“A questão do financiamento do investimento tem várias dimensões. (...) Pode ser que existam recursos, mas as instituições financeiras preferam retê-los consigo, como em situações, por exemplo, de extrema incerteza sobre os caminhos da economia, em que a preferência pela liquidez (retenção de meios de pagamento) sobe drasticamente. Pode-se ainda conceber situações em que os recursos possam [ser] acessados pelas empresas com planos de investimento, mas a custos (em termos de taxas de juros ou de exigências de garantias) que inviabilizem a aplicação.” CARVALHO (s.d., p.3)

No entanto, essa elevação de custos atinge todo o mercado evidenciando o problema de seleção adversa, onde a imperfeição na disponibilidade de informações (*ex ante*) impossibilita a distinção dos riscos de crédito de cada tomador. Além da seleção adversa há o risco moral (na língua inglesa, *moral hazard*), um problema depois de firmado contrato, relacionado às dificuldades com o monitoramento *ex post* entre os agentes econômicos (tomador e vendedor). A assimetria de informações entre tomador e vendedor de crédito aliada a elevada preferência pela liquidez devido à aversão ao risco das instituições financeiras provocam a escassez de crédito. Conforme cita CARVALHO (s.d., p.21) “o mercado de crédito bancário é marcado por assimetrias de informação que tendem a agravar suas imperfeições, particularmente no que se refere a fenômenos de racionamento de crédito”.

No intuito de suprir a demanda por *funding*, o sistema financeiro, na visão de Keynes, apresenta papel preponderante. De acordo com CARVALHO,

“A visão keynesiana propõe que para viabilizar investimentos o que é necessário é que o sistema financeiro seja capaz de responder às demandas por liquidez colocadas pelas empresas que desejam investir. Não se trata, porem, apenas de criar meios de pagamento. Keynes advertiu que este é apenas o primeiro passo, ainda que fundamental. Investir é comprar ativos, freqüentemente de duração média ou longa. Isto significa que a amortização dos investimentos consumirá um certo número de períodos de produção. Uma empresa, portanto, não poderá saldar os compromissos incorridos para a realização de investimentos em períodos curtos.” CARVALHO (s.d., p.7)

A disponibilidade de recursos (*funding*) às empresas reduz sua exposição à fragilidade intrínseca aos financiamentos de curto prazo (*finance*) que pode culminar na posição de inadimplência, agravamento da fragilidade financeira e posterior falência da mesma. Nesse ínterim, a securitização de recebíveis apresenta-se como um método alternativo de acesso a esses recursos de longo prazo. Segundo FERNANDO, HUA-CHENG & LORA,

“Fabozzi e Roever (2003) definem como principais fontes de valor da estrutura de securitização os menores custos de captação, o gerenciamento de resultados e a possibilidade de melhora de indicadores financeiros por meio de financiamento *off-balance sheet* [extrapatrimonial]. Os menores custos de captação derivam da própria estrutura de securitização, já que o SPV [Special Purpose Vehicles⁴] pode ter um *rating* de crédito melhor do que a originadora.” (FERNANDO, HUA-CHENG & LORA, 2014, p.3)

Será apresentado, no capítulo a seguir, o modelo de securitização de recebíveis que dará base para a explanação acerca do objeto do presente estudo, a saber, os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios.

⁴ Sociedades de Propósito Específico (SPEs) são sociedades empresárias cuja atividade é bastante restrita, podendo em alguns casos ter prazo de existência determinado, normalmente utilizada para isolar o risco financeiro da atividade desenvolvida. (www.jucerja.rj.gov.br/Informativos/2011/Jucerja_32.pdf, acesso em 15 de março de 2015)

CAPÍTULO 2. A SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS

A securitização de recebíveis surge como uma forma de captação de recursos pelas firmas e instituições financeiras com o objetivo do financiamento de seus investimentos, através de recursos disponibilizados pelos agentes superavitários (investidores, que aportam recursos) na economia (poupança-investimento). A securitização transforma o passivo de devedores em valores mobiliários a serem negociados no mercado financeiro de capitais.

As instituições financeiras utilizam-se de ativos sem liquidez (ou com pouquíssima liquidez) lançando-os no mercado para serem negociados no formato de títulos, criando liquidez e reduzindo seus riscos do crédito ao transformarem ativos ilíquidos em líquidos lançando-os no mercado de valores. Concomitantemente, aqueles agentes que buscam títulos no mercado deixam de correr risco de crédito dos bancos. Com o desenvolvimento e o surgimento de novas ferramentas no mercado financeiro, além destas instituições financeiras, firmas de diversos setores da economia passaram a utilizar-se deste mecanismo como forma de financiamento. Conforme FERNANDES, HUA-CHANG & LORA,

“... a empresa originadora deixa de possuir os riscos relacionados aos ativos securitizados, e também a retirada do intermediador financeiro, já que a securitização permite acesso ao mercado de capitais sem a intermediação de instituições financeiras.” FERNANDES, HUA-CHANG & LORA (2014, p.3)

Ambos os processos citados anteriormente proporcionam as firmas auferir recursos através da antecipação de suas receitas, na “troca” de seus direitos creditórios pelos recursos dos agentes superavitários, transferindo o risco do crédito e viabilizando seu financiamento. Em contrapartida, os investidores que adquirem estes títulos financiam as firmas, sem se sujeitarem aos riscos de crédito das mesmas, mas apenas ao risco de crédito relacionado aos ativos que compõem o portfólio de recebíveis.

2.1. A Securitização e os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios

Os primeiros Fundos caracterizados FIDCs estruturados, criados pela resolução CMN nº 2.907 de 2001, foram ofertados no final no ano de 2002, decorrido um ano de sua

regulamentação pela CVM⁵. Existem algumas opiniões que buscam explicar a demora nesse processo, através: da volatilidade do mercado financeiro em sentido amplo; de incertezas relativas a mudanças no cenário político; e da própria limitação relativa à regulamentação do FIDC, tendo em vista seu desenvolvimento no mercado. Entretanto, ultrapassadas as incertezas após as eleições e com a edição da instrução 356 pela CVM em dezembro de 2001 elevou-se o nível de confiança desse produto, pois trouxe em seu escopo maior segurança ao investidor regulamentando a constituição e funcionamento dos FIDCs e Fundos investidores dos mesmos.

Conforme podemos verificar na tabela I, no final do ano de 2002 foram realizadas quatro ofertas públicas oriundas de três diferentes FIDCs, totalizando um financeiro de R\$ 200 milhões captados. Em 2003 houve uma evolução nesses números representados pela realização de 20 novas ofertas através de 11 novos Fundos estruturados. Em 2004 há nova expansão e 32 fundos se voltaram ao mercado para fazerem suas captações. O ano de 2005 apresenta forte expansão com o advento de 46 novos registros de captação de recursos no mercado.

Tabela 1 - Histórico de Ofertas Registradas na CVM
Cotas de FIDC / FIC-FIDC/ FIDC-NP

	n° de registros	volume em R\$
2002	3	200.000.000,00
2003	11	1.540.000.000,00
2004	32	5.134.650.000,00
2005	46	8.579.125.001,54
2006	63	12.777.399.200,00
2007	65	9.961.555.677,83
2008	63	10.020.850.000,00
2009	27	8.212.657.727,10
2010	33	10.233.600.000,00
2011	24	7.128.150.575,00

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados da CVM.

No ano de 2006 inicia-se um triênio extremamente promissor com recorde em número de captações. Neste ano, segundo a CVM, foram realizados 63 novos registros de fundos captando recursos no mercado, representando uma elevação de 37% na comparação com o ano anterior (tabela 2). No ano de 2007 o número de captações permanece elevado com leve crescimento de 3,2% em relação a 2006, conforme verificamos na tabela abaixo, totalizando

⁵ De acordo com a instrução CVM nº356 de 17 de dezembro de 2001 que regulamenta a constituição e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios e de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios.

65 novas captações (tabela 1). O patamar permanece no mesmo nível em 2008, mesmo com leve queda relativamente a 2007, há um total de 63 captações registradas neste ano.

Tabela 2 - Evolução de Ofertas Registradas
Cotas de FIDC / FIC-FIDC/ FIDC-NP

	% n° de registros	% volume
2002*	100,00	100,00
2003	266,67	670,00
2004	190,91	233,42
2005	43,75	67,08
2006	36,96	48,94
2007	3,17	-22,04
2008	-3,08	0,60
2009	-57,14	-18,04
2010	22,22	24,61
2011	-27,27	-30,35

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados da CVM.

*Ano base.

Após período de forte crescimento, entre os anos de 2003 e 2008, o mercado apresenta forte desaceleração nos anos posteriores, conforme podemos verificar através do percentual de número de registros na tabela acima. O momento de instabilidade da economia no contexto mundial com a incerteza dos mercados são variáveis importantes no entendimento desta oscilação. Em entrevista ao Brasil Econômico, José Alexandre Freitas, atual diretor-presidente da Oliveira Trust, ressalta o crescimento nos primeiros anos, bem como explica queda nos anos posteriores. Segundo Freitas, “a partir de 2010, o mercado perdeu fôlego, com a CVM suspendendo as operações para rever as normas e mudar as regras dos fundos” (BRASIL ECONÔMICO, 2014, p.22). Portanto, dada a incerteza gerada devido as iminentes alterações na regulamentação a serem estabelecidas pela CVM, o mercado de FIDCs desacelera aguardando a definição dos novos parâmetros que irão nortear a estruturação deste produto, pois alterações levariam a uma perda de eficiência já que haveria a necessidade da readaptação dos regulamentos dos fundos recém-iniciados. No entanto, ainda segundo Freitas, a retomada no crescimento seria verificada apenas no ano de 2013 após tal modernização instituída pelo órgão.

A virada do século XXI traria consigo a instituição de novo modelo de financiamento pela constituição e fomento da estruturação de Fundos caracterizados pela aquisição de

direitos creditórios. Atualmente, uma alternativa viável para captação de recursos utilizando o *modus* de securitização de recebíveis.

Na constituição de um FIDC são idealizados critérios de elegibilidade (discutidos nos próximos capítulos) os quais deverão ser respeitadas para que os recebíveis sejam cedidos ao Fundo, portanto, uma vantagem, dado seu prévio conhecimento, sobre as demais alternativas de financiamento e investimento. O desconhecimento das regras e condições aos quais passarão o método de financiamento, bem como a disponibilidade dos recursos, são itens determinantes na fragilidade financeira das firmas tomadoras.

A participação de diversas instituições no acompanhamento e monitoramento de um FIDC são características intrínsecas à estrutura do mesmo. Sua política de investimento (e critérios de elegibilidade para aquisição dos direitos de crédito) se encontra em Regulamento aprovado *ex-ante*, se tornando uma das fontes de credibilidade do Fundo.

A cessão de direitos creditórios de uma firma a um FIDC cria recursos necessários para esta financiar-se, sem que seu nível de endividamento se eleve e, dessa forma, não afetando seu risco de inadimplência. Simultaneamente, por não envolver maior captação de créditos, a capacidade dessa firma de adquirir novos empréstimos junto às instituições financeiras se mantém inalterado, pois também mantém inalterado seu nível de endividamento. Portanto, além dos FIDCs representarem uma alternativa extremamente viável ao financiamento das empresas, proporcionam maior abertura ao mercado de crédito.

CAPÍTULO 3. O FIDC COMO ALTERNATIVA DE FINANCIAMENTO

O foco desta cessão será apresentar o Fundo de Investimento em Direitos Creditórios, constituído a partir da securitização de recebíveis, como método alternativo de financiamento de empresas e investimentos dos agentes econômicos. Tal mecanismo, todavia, representa uma fonte vantajosa de captação de recursos no mercado de capitais quando comparada aos modelos mais tradicionais.

Noutra ótica, vale ressaltar, que o FIDC pode apresentar estrutura operacional com vantagens a agentes financeiros superavitários que investem em títulos provindos da securitização, tornando viável o financiamento das empresas através do mercado financeiro. Do ponto de vista do investidor, os FIDCs apresentam rentabilidade variável com referência, principalmente, nos Certificados de Depósito Interbancário (CDI), impossibilitando a mensuração desta rentabilidade consolidada. Entretanto, na comparação com as ações e debêntures, apresentam a vantagem de não possuírem o risco de crédito da empresa, pois, como veremos mais adiante, ao investidor apenas é repassado o risco de crédito relacionado ao direito creditório. Além de possuírem menor exposição a oscilações da taxa de juros.

Inicialmente, por se tratar de uma forma de financiamento diferenciada, faz-se necessária a demonstração da estruturação da operação de securitização, detalhando suas características marcantes, bem como vantagens e desvantagens. Em um segundo momento, serão analisadas sua introdução no mercado de capitais nacional em 2001, ano de sua criação, que fora fruto do processo evolutivo das operações de securitização.

3.1. A Estrutura das Operações de Securitização

A *priori* não existe uma forma determinada de estruturação. As operações de securitização gozam de enorme flexibilidade, se adequando às características e necessidades da firma. Essa característica pode ser considerada uma vantagem comparativamente às outras formas de financiamento.

A operação de securitização envolve simplificada, quatro participantes: a empresa originadora dos créditos; os devedores/clientes que fazem uso dos serviços ou

compram a prazo os bens produzidos pela empresa; a entidade emissora que adquire os créditos da empresa; e os investidores (cotistas). Portanto, de forma resumida, a operação inicia-se na geração de valores a receber pela empresa, quando os clientes usufruem dos bens/serviços da mesma. Os recebíveis, em seguida, são cedidos ao emissor que passa ser o novo credor e por sua vez emite no mercado de capitais valores mobiliários lastreados nos créditos adquiridos. De acordo com o fluxo de pagamento realizado pelos devedores, a emissora dos valores mobiliários repassará os recursos aos investidores.

Essa simplificação da operação demonstra formato utilizado para concretização do financiamento por meio da antecipação de recebíveis quando estes são cedidos, geralmente, contendo um percentual de desconto. Os ativos, que estavam inicialmente registrados como valores a receber, são substituídos por recursos (o “não gasto”) de investidores potenciais (“poupador”). Vale ressaltar que o passivo da empresa se mantém inalterado além de haver a transferência do risco de crédito inerente ao débito do devedor aos investidores. Quanto ao risco de crédito, está presente no momento em que os direitos creditórios encontram-se no interior da carteira de investimentos do Fundo, dado que o investidor não pode correr risco de crédito da empresa cedente, mas apenas o risco dos valores mobiliários lastreados em direitos creditórios.

Os valores mobiliários e os recebíveis, por sua vez, não necessitam ter mesma duração, acontecendo, em muitas ocasiões, do prazo dos valores mobiliários serem mais extensos. Esse fato geraria uma espécie de linha de crédito na captação de recursos pela empresa, pois esta pode continuamente ceder novos recebíveis tendo como contrapartida montante de recursos dos investidores, funcionando de maneira similar a uma linha de crédito bancário. Entretanto, vale ressaltar que os parâmetros da operação são pré-definidos em contrato, elevando a segurança dos agentes e a reduzindo as incertezas características das operações de empréstimo bancário.

As empresas necessitam de recursos para que possam honrar seus compromissos, como custos de produção, pesquisa e desenvolvimento e despesas administrativas, por esses motivos buscam a captação de recursos externos. A operação de securitização surge como alternativa de financiamento vantajosa apresentando elevada flexibilidade. Vale ressaltar a grande pulverização de setores das empresas que buscam financiamento através da securitização de recebíveis via FIDCs, como por exemplo, do setor automobilístico, do agronegócio, construtoras, bancos de fomento entre outros.

Portanto, o financiamento por meio da securitização poderá apresentar-se vantajoso, apresentando alternativa interessante para empresa dada à escassez de crédito. Possibilita acesso imediato aos recursos, além de oferecer diversificação de suas fontes de financiamento à disposição, reduzindo a chance de a firma incorrer em dificuldades de financiamento.

O racionamento de crédito gerado pelo problema da assimetria de informações tem menor influência nas operações de securitização de recebíveis, pois se caracterizam pela transparência das informações entre os participantes. Além disso, estão presentes nas operações instituições independentes, como as agências de *rating* e auditoria, contratadas com a finalidade de monitorar a atividade da entidade emissora, se certificando se a política de investimento e os critérios de elegibilidade estão em consonância com o regulamento pré-estabelecido, como ocorrem, por exemplo, nos FIDCs. Portanto, estas agem de maneira a atenuar potenciais riscos e assimetrias de informação reduzindo significativamente a ocorrência de dificuldades no acesso ao crédito, logo a ocorrência de racionamento no mercado creditício.

O mercado de capitais oferece às empresas alternativas menos custosas de financiamento, além de condições mais favoráveis de prazos. O acesso a esse mercado na emissão de valores mobiliários não está atrelado, de forma determinante, ao porte da empresa, bem como sua situação financeira, mas ao *rating* da carteira de recebíveis. No entanto, empresas de grande porte e financeiramente saudáveis possuem capacidade de captação de recursos a custos mais competitivos. Além disso, devido a sua estrutura flexível, a securitização de recebíveis permite que as empresas se planejem em relação aos prazos de suas obrigações junto aos credores e a necessidade de recursos para manutenção de investimentos produtivos, evitando o descasamento de fluxos.

Um dos benefícios atrelados à securitização de recebíveis é a transferência do risco da carteira de recebíveis da empresa aos investidores, podendo, esta transferência, ser total ou parcial. Entretanto, em parte das operações a empresa originadora dos créditos permanece com o risco. A empresa, ao adquirir totalmente ou grande percentual dos títulos subordinados, passa a assumir grande risco, pois em caso de não pagamento pelos clientes da empresa originadora estes são os primeiros a serem atingidos. Noutro momento, pode-se estabelecer a coobrigação da empresa com a quitação de recebíveis, possibilitando a substituição e/ou obrigatoriedade de recompra dos títulos atingidos pela inadimplência.

Portanto, em algumas situações específicas, caracterizadas pela não transmissão do risco de crédito, a operação de securitização pode ser prejudicial à solvência da empresa de

origem, aumentando a fragilidade financeira e seu risco de falência em razão de possíveis falhas estruturais (risco estrutural, que será definido nos próximos capítulos).

3.2. Evolução no mercado doméstico

O processo de evolução das operações de securitização de recebíveis no mercado brasileiro pode ser segmentado em três etapas distintas.

Em um primeiro momento, no início da década de 90, são realizadas operações de securitização de recebíveis por empresas brasileiras no mercado internacional. Entretanto, esse mercado se mostrava pouco receptivo a emissões de empresas brasileiras, pois era uma época em que o Brasil, um país em desenvolvimento, renegociava suas dívidas com credores externos, transparecendo instabilidade. Uma segunda etapa caracteriza-se pela securitização de créditos no mercado doméstico representada com a oferta de debêntures da Mesbla Trust, em meados dos anos 90.

A terceira e principal etapa deste estudo inicia-se no final do século passado. O governo brasileiro dá sinais de mudança no tratamento em relação ao mercado de securitização, nos primeiros anos do século XXI. Após o advento de uma série de medidas, pelo Conselho Monetário Nacional – CMN, há a criação do Fundo de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC, em 2001.

CAPÍTULO 4. FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS

O modelo espanhol, criado anos antes, foi utilizado como base pelo CMN (no âmbito do sistema financeiro nacional com o objetivo da estabilidade da moeda e do desenvolvimento econômico e social do país), em parceria com a CVM (atuando na regulação do mercado de valores mobiliários). Esse novo modelo de financiamento e investimento trouxe consigo vantagens que elevaram a eficiência para o mercado de securitização através da redução da burocracia na constituição da entidade emissora, bem como isenções tributárias sobre o produto e suas operações.

Entretanto, apesar das vantagens apresentadas relativamente às outras formas de securitização, a indefinição no cenário político brasileiro no período compreendido entre os anos de 2001 a 2003, devido ao período eleitoral, bem como a crise argentina, conjugados a uma rígida regulamentação, foram entropostos para o sucesso do FIDC no início de sua atividade.

A seguir serão apresentados, de forma concisa e precisa: como se constitui um FIDC; seu funcionamento; aspectos relativos às suas cotas; os participantes do modelo; e o risco atrelado ao produto.

4.1. A constituição de um FIDC

Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios são definidos pela instrução CVM nº 356 como uma comunhão de montante de recursos que destina parcela significativa de seu patrimônio a aplicação em direitos creditórios. Por sua vez, são classificados como direitos creditórios, por exemplo, direitos e títulos representativos de crédito e contratos mercantis de compra e venda. Devem representar no mínimo 50% do patrimônio líquido do FIDC para que este seja caracterizado como tal.

Sua constituição será iniciada através do advento de seu regulamento que deverá ser aprovado pelo Administrador. Vale ressaltar que em regulamento estão previstas todas as características do FIDC também prevendo sua forma de constituição (condomínio fechado ou aberto). O condomínio aberto admite ao cotista do fundo solicitar o resgate de suas cotas, total

ou parcial e, portanto, seu número de cotas é variável. No caso da constituição for a forma de condomínio fechado, o resgate deverá respeitar o prazo de duração do fundo, ou da classe ou série emitida pelo mesmo, sendo possível a amortização das cotas, seguindo o cronograma previsto pelo Administrador ou definido por assembleia de cotistas.

Findada a estruturação e constituição do FIDC, este deverá ser devidamente registrado junto à CVM como prevê a instrução nº 555 da CVM em seus artigos iniciais.

4.2. As Cotas de um FIDC

As cotas podem ser de classe sênior ou de classe subordinada e representam o passivo do FIDC. As primeiras se sobrepõem as demais para recebimento de amortizações, rendimentos e resgate, caso seja desejado pelo cotista ou previsto em regulamento. Em contrapartida, as cotas subordinadas estão subordinadas às demais no que refere a seus rendimentos.

Os cotistas subordinados são os últimos a receberem seus rendimentos, pois representam uma garantia a eventuais perdas. Os encargos diversos, intrínsecos à constituição de um Fundo, são prioritários de recebimento. Em seguida se encontra o cotista sênior no recebimento de seus rendimentos.

Os FIDCs, por sua natureza, não podem prometer rendimentos, à priori, às cotas emitidas, mas apenas são instituídos parâmetros que determinam a parcela do patrimônio do Fundo que será destinada a seus investidores seniores.

4.3. Principais participantes

4.3.1. O Administrador

É responsável pelo acompanhamento dos trabalhos de cada uma dessas instituições envolvidas. Não se limita, apenas, em coordenar seus processos e atividades, mas também se responsabilizam pelo monitoramento e a garantia de que todas as condições e regras pré-estabelecidas no regulamento do fundo, aprovado por ele, e demais contratos ligados ao processo de securitização sejam devidamente cumpridas.

A Instrução CVM número 356, em seu Artigo 33, dispõe sobre as obrigações do Administrador do Fundo, prevendo que a instituição responsável pela administração do fundo “tem poderes para praticar todos os atos necessários à administração do fundo e para exercer os direitos inerentes aos direitos creditórios que integrem a carteira do fundo”. De maneira complementar em seu Artigo 32 prevê que a Administração do fundo poderá ser exercida “por banco múltiplo, por banco comercial, pela Caixa Econômica Federal, por banco de investimento, por sociedade de crédito, financiamento e investimento, por sociedade corretora de títulos e valores mobiliários ou por sociedade distribuidora de títulos e valores mobiliários”.

4.3.2. O Gestor

O Gestor de portfólio do fundo será responsável pela compra e venda de ativos do fundo, repetidos os critérios de elegibilidade dos direitos creditórios e a política de investimento do FIDC que estarão definidos em Regulamento.

4.3.3. O Custodiante

Instituição responsável pela recepção, análise e validação dos direitos creditórios integrantes da carteira do fundo, liquidação física e financeira destes, além de fazer a cobrança e guarda de documentação relacionada aos recebíveis do fundo.

4.3.4. A Agência de *Rating*

Responsável pelo estudo e classificação de risco, desempenha importante papel em uma das principais vantagens apresentadas pelas Cotas de um FIDC (estudo do risco), comparativamente a outros valores mobiliários.

4.3.5. O Cotista

O Cotista, responsável pelos recursos aportados no fundo, está na outra ponta da operação. De acordo com a Instrução nº 356 da CVM, Art. 3º, II, apenas investidores qualificados podem adquirir cotas de FIDCs. Vale destacar que a atuação de todas as partes relacionadas objetiva a transparência, havendo necessariamente a divulgação das demonstrações financeiras do Fundo ao fim de seu exercício.

4.4. Os Riscos de um FIDC

O investimento em cotas de um FIDC, assim como outras formas de investimento, oferecem riscos que devem ser avaliados por seus pretendentes. Pode-se observar dentre os riscos inerentes a esse produto: o risco de crédito, de mercado, estrutural, de performance e o risco regulatório. Entretanto, esse investimento possui vantagens em relação a outras modalidades de financiamento, pois em geral são submetidos à avaliação trimestral por uma Agência de *Rating*.

O risco de crédito, indubitavelmente, será o mais representativo. Um FIDC possui em sua constituição um percentual mínimo de 50% de direitos de crédito, ou seja, em sua estrutura o que prepondera são os créditos cedidos pelas empresas (bancos ou instituições financeiras em geral). A securitização de recebíveis representa a transferência do risco desses direitos creditórios da empresa ao investidor. Portanto, finalizada a operação e constituído o FIDC, os investidores irão correr apenas o risco de crédito intrínseco a esse direito creditório. O risco relativo à empresa originadora de crédito não será transferido. Vale ressaltar que tais direitos creditórios não são cedidos ao fundo indiscriminadamente, pois no regulamento do Fundo estão presentes critérios de elegibilidade, observados pelo Custodiante antes da operação de cessão ser concretizada. Além do Custodiante, a Agência de *Rating* contratada é outro participante responsável por esta verificação *ex ante*.

O risco de mercado está relacionado às oscilações do mercado de capitais. Os títulos utilizados como fonte de diversificação pelos Fundos. Entretanto, estes ativos (títulos presentes na carteira do FIDC) são negociados no mercado de capitais, logo precificados e negociados a valor de mercado⁶, portanto, quanto maior as oscilações de preços, maior será a variação do valor das cotas, se tornando mais complexo estimar o valor dos rendimentos futuros do fundo ao investidor. De acordo com definição da ANDIMA (e CETIP),

⁶ A precificação seguindo o valor de mercado: “É o procedimento adotado com o objetivo de aumentar a segurança dos investidores que aplicam na indústria brasileira de fundos. Tais procedimentos podem evitar que o investidor aposte em um retorno financeiro que poderá não se realizar total ou parcialmente. Estabelece um preço para cada um dos ativos, pelo valor diário de mercado com o intuito de saber quanto vale sua carteira. Consiste em registrar todos os títulos, para efeito de valorização e cálculo de cotas dos fundos de investimento, pelos preços transacionados no mercado em casos de ativos líquidos ou, quando este preço não é observável, pela melhor estimativa de preço que o ativo teria em uma eventual transação feita no mercado. Essa marcação normalmente ocorre após o horário regular de negociação, levando-se em consideração o preço de fechamento de cada título. Tem como principal objetivo evitar a transferência de riqueza entre os diversos cotistas dos fundos. Fornece também maior transparência aos riscos embutidos nas posições, visto que as oscilações de mercado dos preços dos ativos estarão refletidas nas cotas, melhorando assim a comparabilidade entre suas performances.”. Banco Daycoval (2014).

“[O risco de mercado está] Arelado a flutuações nos preços dos ativos financeiros da carteira, decorrentes de alterações políticas e econômicas ou de expectativa dos agentes, bem como de fatores relativos aos respectivos emissores, podendo acarretar volatilidade das cotas e perdas dos aos cotistas. É importante notar que a marcação a mercado dos ativos do fundo poderá ocasionar variação nos respectivos valores e resultar em aumento ou diminuição do valor das cotas.” (ANDIMA; CETIP, 2006. p.29)

Além do risco de crédito e de mercado, podemos elencar outros tipos de risco na operação de securitização, são eles: o risco estrutural⁷, de desempenho⁸ (performance) e o risco regulatório⁹, e merecem a atenção dos investidores. A Agência de *Rating*, em sua avaliação, leva em conta a capacidade do Fundo em cumprir seus compromissos perante aos seus cotistas, seus investidores.

4.5. A Estrutura de um FIDC

A estruturação de uma operação de securitização através da constituição de um FIDC pode ser realizada reunindo várias instituições em apenas uma estrutura atuando em diversas etapas, como veremos no exemplo a seguir.

Inicialmente as empresas vendem seus produtos ou serviços aos seus clientes através de pagamento a prazo gerando direitos creditórios. A regulamentação e registro do FIDC pelo Administrador vêm em seguida e, através de contrato firmado, há a cessão dos direitos creditórios. Antes de serem emitidas, as cotas são analisadas e classificadas pela Agência de *Rating*. Os investidores (qualificados) adquirem cotas e, atendidos os critérios de elegibilidade, a empresa vende definitivamente os direitos creditórios ao Fundo.

Constituído o FIDC, conforme forem sendo liquidados os direitos creditórios pelos clientes, ou seja, ao passo que as parcelas da dívida dos clientes com a empresa forem amortizadas (liquidadas), os recursos serão transferidos aos cotistas (investidores) através de amortizações ou resgate de cotas.

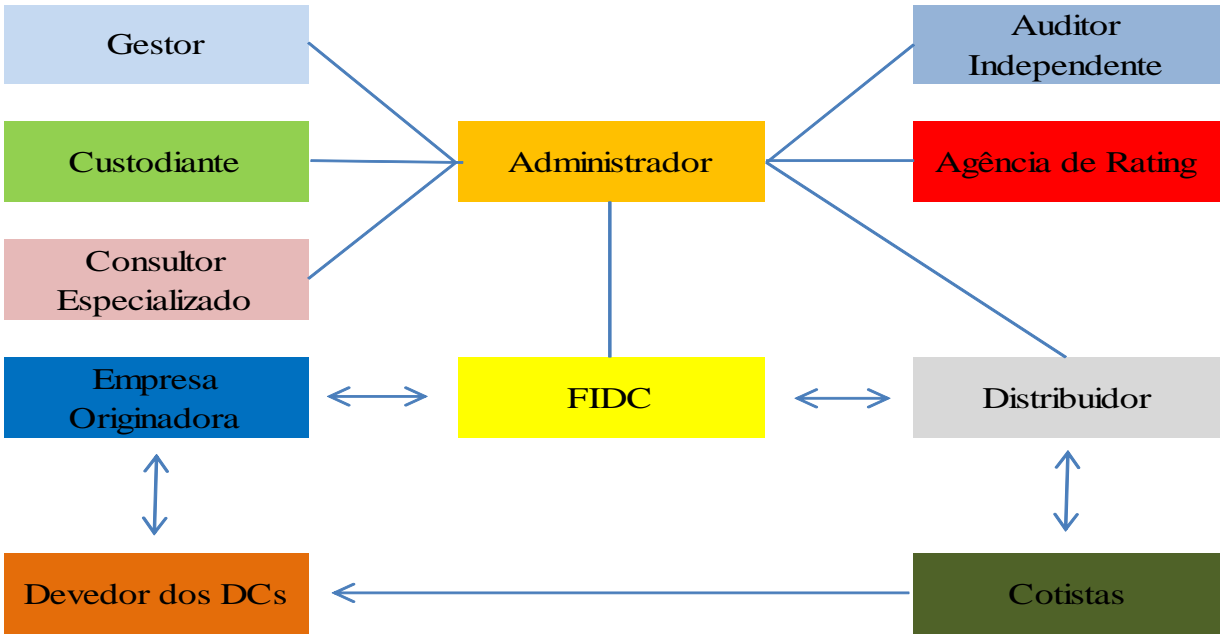
A presença de diversos participantes contribui para o aumento da transparência das operações, levando-se em consideração sua atuação de acordo com a legislação.

⁷ O risco estrutural está ligado a possíveis falhas no momento da estruturação da operação.

⁸ O risco de desempenho ou de performance, de forma resumida, está relacionado ao retorno financeiro esperado que não se concretizou.

⁹ O risco regulatório encontra-se na criação inesperada de formas de controle (regulamentação) pela entidade responsável.

FIGURA 1. Interação de Participantes



Fonte: Elaborado pelo autor.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

A securitização de recebíveis, em forma de FIDC, acabou por contribuir como uma alternativa de financiamento viável no início do século. Em um período marcado pela ausência de liquidez onde as empresas tinham como principal obstáculo à dificuldade na captação de recursos para projetos de investimento.

A proposta de demonstrar as questões envolvidas com o financiamento deste estudo utilizou-se das contribuições de diversos autores das correntes keynesiana e pós-keynesiana, servindo de sustentação teórica para sua fundamentação. Utilizando abordagens acerca da preferência pela liquidez das instituições financeiras e o problema da fragilidade financeira, característica a uma economia monetária. Contribuindo para análise, introduziu-se a assimetria de informações do mercado de crédito, influenciando diretamente no problema de racionamento de recursos para financiamento.

Portanto, a securitização de recebíveis através do FIDC, tornou-se alternativa de financiamento. Os direitos creditórios, principal personagem, e seus riscos são transferidos aos investidores, reduzindo a incerteza e, portanto, amenizando a problemática da fragilidade financeira. Tornou-se, complementarmente, uma alternativa para o crédito, dada a relação marcada pela assimetria de informações entre bancos e empresas, reduzindo potenciais racionamentos.

O problema da assimetria de informações, bem como o risco de fragilidade financeira da empresa, é amenizado pela existência de regulamentos e a participação de diversas instituições estimulando a maior transparência desta estrutura de captação. O resultado é a redução do racionamento de crédito nesse mercado, além da captação de recursos sem que haja a elevação do endividamento da empresa. Portanto, esse modelo, não irá alterar, a priori, a situação da empresa junto aos bancos. Vale ressaltar que na transferência dos riscos do crédito aos investidores reduz-se a incerteza quando da antecipação dos recursos na operação de cessão dos direitos creditórios.

A hipótese de partida deste trabalho foi a apresentação desse novo método de captação de recursos pelas empresas, demonstrando, através de sua estrutura, como se tornou interessante modelo (alternativo) para o financiamento. Em meio à escassez de liquidez, o

FIDC surgiu como mecanismo inteligente, apesar de, inicialmente, limitado a grandes grupos e empresas. Vale destacar que esses fundos se destinam mais a investidores qualificados, como são classificados pela CVM. Apesar disso se faz necessário explanar o potencial crescimento dessas operações nesses primeiros anos de sua existência.

Em entrevista publicada em 2011, segundo Carlos Rebello, então Diretor de Regulação de Emissores da BM&FBovespa, a indústria de FIDCs já tinha um volume de recursos administrados superiores a 60 bilhões de reais e vinha de significativo crescimento nos anos anteriores. Portanto, após quase uma década, o FIDC permaneceu como alternativa real de financiamento. Atualmente se mantém em evolução, apresentando, no primeiro semestre de 2014, 45 novos FIDCs registrados na CVM que figura entre os três melhores resultados, atrás apenas dos anos de 2013(51) e 2011, e demonstra que a crescimento deste mercado permanece.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANBIMA – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO DE CAPITAIS. Disponível em: <<http://portal.anbima.com.br/fundos-de-investimento/classificacao-de-fundos/classificacao-anbima-de-fundos/Pages/classificacao.aspx>>. Acesso em 28 de outubro de 2013.

ANFIDC – Associação Nacional dos Participantes em Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Multicedentes e Multissacados. Disponível em: <<http://www.anfidc.com.br/noticias/nota/articletype/articleview/articleid/396/primeiro-semester-de-2014-se-encerra-com-45-novos-fidcs-registrados.aspx>>. Acesso em 28 de julho de 2014.

____. Entrevista com Carlos Alberto Rebello Sobrinho, então Diretor de Regulação de Emissores da BM&FBovespa. Disponível em: <<http://www.anfidc.com.br/noticias/entrevista/articletype/articleview/articleid/4/mestre-em-fidcs.aspx>>. Acesso em 28 de julho de 2014.

Banco Daycoval. Manual de Precificação de Ativos: Marcação a Mercado. Fevereiro de 2014. Disponível em: <http://www.daycoval.com.br/includes/pdf/daycoval_manual_marcacao_mercado.pdf>. Acesso em 14/12/2014.

BRESSER-PEREIRA, L.C. Da Economia Clássica à Keynesiana. São Paulo: 1974. p.3.

CARVALHO, F. J. C. Investimento, Poupança e Financiamento. Financiando o Crescimento com Inclusão Social. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/investimento_poupanca_e_financiamento.pdf>. Acesso em 13 de março de 2015.

CARVALHO, F. J. C. et al. Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política. Rio de Janeiro: Editora Elsevier, 2007. p. 2 – 21.

CVM – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Regulamenta a constituição e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios e de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios. Instrução nº 356 de 17 de dezembro de 2001, texto consolidado. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>> (legislação e regulamentação - atos da CVM - instruções - 356). Acesso em 28 de outubro de 2013.

____. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. Instrução nº 409 de 18 de agosto de 2004, texto consolidado. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>> (legislação e regulamentação - atos da CVM - instruções - 409). Acesso em 28 de outubro de 2013.

DA SILVA, Adroaldo Moura et al. Os Economistas: John Maynard Keynes: A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda. São Paulo: Editora Nova Cultural Ltda, 1996. p. 59 – 66.

FEDERAÇÃO BRASILEIRA DE BANCOS. Os Acordos de Basiléia – Um roteiro para implementação nas instituições financeiras. Disponível em: <http://www.febraban.org.br/Arquivo/Servicos/Imprensa/Artigo_Basileia_6.pdf>. Acesso em 15 de março de 2015.

FERNANDO, M. P.; HUA-SHENG, H.; LORA, M. I. Securitização, *Rating* de Crédito e Características dos Emissores. Vitória: Brazilian Business Review, 2014. Disponível em: <<http://www.spell.org.br/documentos/ver/33568/securitizacao--rating-de-credito-e-caracteristi--->>. Acesso em 13 de março de 2014.

FREITAS, Alexandre. Oliveira Trust investe na segmentação. Brasil Econômico, Rio de Janeiro, p. 22, 18 de setembro de 2014. Entrevista concedida a André Boudon.

GIL, A. C. Métodos e Técnicas de Pesquisa Social. 6ª Edição, São Paulo: Ed. Atlas, 2008.

KEYNES, J. M. A teoria geral do emprego, do juro e da moeda. 2ª Edição, São Paulo: Nova Cultural, 1985.

Oliveira Trust Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.oliveiratrust.com.br/sites/fundos/portal.php?item1=Sites_da_OT>. Acesso em 28 de julho de 2014.

POSSAS, M. P. Demanda Efetiva, Investimento e Dinâmica: A Atualidade de KALECKI para a Teoria Macroeconômica. Rio de Janeiro: Revista de Economia Contemporânea, 1999. Disponível em: <http://www.researchgate.net/profile/Mario_Possas/publication/228421813_DEMANDA_EFETIVA_INVESTIMENTO_E_DINMICA/links/0c960521b578ed6f44000000.pdf>. Acesso em 12 de março de 2015.

Produtos de Captação: FIDC: Fundo de Investimento em Direitos Creditórios. Rio de Janeiro: ANDIMA, CETIP, 2006.

SANDRONI, P. (organização e supervisão). Novíssimo Dicionário de Economia. 1ª Edição, São Paulo: Ed. Best Seller, 1999.

STUDART, R. O sistema financeiro e o financiamento do crescimento: uma alternativa pós-keynesiana à visão convencional. Revista de Economia Política, v.13, n. 1, p. 101-118, janeiro-março.1993.

ANEXOS – CLASSIFICAÇÃO CVM

Categoria	Características Principais da Carteira de Ativos
Fundos de Renda Fixa	<ul style="list-style-type: none"> - Devem ter como principal fator de risco de sua carteira a variação da taxa de juros, de índice de preços, ou ambos; - Devem possuir, no mínimo, 80% (oitenta por cento) da carteira em ativos relacionados diretamente, ou sintetizados via derivativos, ao fator de risco que dá nome à classe; - Podem ser de curto prazo, referenciado, de longo prazo ou de dívida externa.
Fundos de Ações	<ul style="list-style-type: none"> - Devem ter como principal fator de risco a variação de preços de ações admitidas à negociação no mercado organizado; - Devem ser compostos em 67% (sessenta e sete por cento), no mínimo, de seu patrimônio pelos seguintes ativos financeiros: <ul style="list-style-type: none"> . ações admitidas à negociação em mercado organizado; . bônus ou recibos de subscrição e certificados de depósito de ações admitidas à negociação em mercado organizado; . cotas de fundos de ações e cotas dos fundos de índice de ações negociadas em mercado organizado; . Brazilian Depositary Receipts classificados como nível II e III.
Fundos Cambiais	<ul style="list-style-type: none"> - Devem ter como principal fator de risco de carteira a variação de preços de moeda estrangeira ou a variação do cupom cambial; - Devem possuir, no mínimo, 80% de sua carteira ativos relacionados diretamente, ou sintetizados via derivativos, ao fator de risco que dá nome à classe.
Fundos Multimercado	<ul style="list-style-type: none"> - Devem possuir políticas de investimento que envolvam vários fatores de risco, sem o compromisso de concentração em nenhum fator em especial ou em fatores diferentes das demais classes previstas no art. 108 da ICVM 555/14.

Fonte: Instrução CVM nº 555 de 17 de dezembro de 2014.

